

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

上次评级: 买入

明年业绩反转确定性高, 体育龙头价值重新发现

报告摘要:

疫苗前景乐观, 大赛密集, 体育行业复苏确定性增强。

- 1) 疫苗有效性推动, 体育行业复苏确定性增强。2021-2024 年中有 2 届欧洲杯、2 届奥运会、1 届世界杯、1 届亚洲杯 (中国举办) 等多项大型赛事, 催化密集。
- 2) 公司身处体育细分黄金赛道, 手握有顶级资源。中国体育产业规模预计 2025 年达到 5 万亿, 其中足球产业规模约 1.5-1.75 万亿, 2020 年付费球迷规模将达到 2600 万人。公司拥有众多顶级足球赛事资源, 系国内知名综合型体育龙头。

把握优质版权及重点资源, 2C 平台持续挖掘用户价值。

- 1) 优质版权及营销资源: 公司目前持有拥有 2021-2028 年亚足联所有相关赛事的全球独家商业权益、2020-2022 年欧足联国家队系列赛事的新媒体独家版权及全球赞助商权益、2019/2020-2028/2029 赛季西甲联赛全媒体版权。此外, 公司拥有内马尔、罗斯等大量球星及国家队等赞助资源, 深度助力品牌营销。
- 2) 2C 平台: 公司拥有爱奇艺体育平台的运营及主控权。爱奇艺平台系当代文体与爱奇艺合作成立的在线体育平台, 将原新英体育与原爱奇艺体育会员体系打通。平台拥有多项体育顶级赛事 IP, 并授权爱奇艺进行商务权益开发, 持续深挖 C 端用户价值。

预计明年定增落地, 缓解财务压力, 大股东认购彰显信心。

9 月 28 日公告, 公司拟向新星汉宜非公开发行 1.75 亿股 (含本数), 拟募集资金总额不超过 10.54 亿元。该定增预计明年落地, 将有效缓解公司财务压力并提升流动性, 同时大股东全部认购 (持股比例将从 31.27% 提升至 47.13%), 表现大股东对公司发展的坚定信心。

投资建议: 我们预计公司 2020-2022 年净利润为 -16.16/2.82/3.64 亿, 同比增速 -1638.19%/117.46%/28.86%, EPS 为 -2.76/0.48/0.62 元。对应 2020-2022 年 PE 分别为 -2/14/11 倍, 给予“买入”评级。

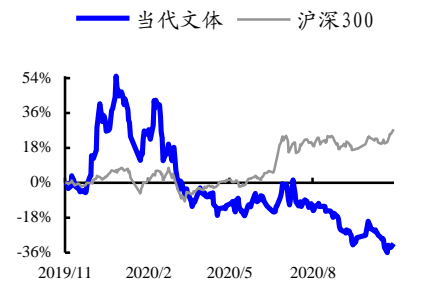
风险提示: 疫情反复风险、重要赛事延期风险、影视政策风险。

股票数据

2020/11/9

6 个月目标价 (元)	17.21
收盘价 (元)	6.58
12 个月股价区间 (元)	6.10 ~ 15.86
总市值 (百万元)	3,847
总股本 (百万股)	585
A 股 (百万股)	585
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	5

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	-21%	-32%
相对收益	-12%	-27%	-58%

相关报告

- 《当代文体 (600136): 计提减值轻装上阵, 看好 21 年业绩回升》-20201030
- 《当代文体 (600136): 非公开发行提升流动性, 公司基本面迎拐点》-20200929
- 《2021 年度策略: 重视互联网等黄金赛道, 把握边际复苏》-20201103
- 《国庆档票房复苏 8 成, 影院政策进一步放开》-20201012

证券分析师: 宋雨翔

执业证书编号: S0550519120001
021-20363237 songyx@nesc.cn

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,668	1,782	732	4,050	4,278
(+/-)%	192.61%	-33.21%	-58.95%	453.45%	5.65%
归属母公司净利润	178	105	-1,616	282	364
(+/-)%	38.91%	-40.96%	-1638.19%	117.46%	28.86%
每股收益 (元)	0.30	0.18	-2.76	0.48	0.62
市盈率	26.84	68.43	-2.38	13.63	10.58
市净率	1.43	1.67	1.45	1.31	1.17
净资产收益率 (%)	5.31%	2.44%	-60.18%	9.51%	10.91%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	487	585	585	585	585

目录

1.	当代文体：“影视+体育”为双主业，“大体育”布局已具规模.....	4
1.1.	公司概况：成功转型进入文娱行业，持续并购发展双重主线.....	4
1.2.	财务分析：处于周期性承压阶段，未来存在较大改善空间.....	7
2.	行业：足球在政策+资本双重驱动高速发展，电视剧持续蛰伏.....	10
2.1.	足球：赛事体系及球迷群体逐渐成熟，大型赛事商业价值凸显.....	10
2.1.1.	产业规模不断扩大，球迷付费观赛意识不断提升.....	10
2.1.2.	管办分离促进足协发展，场地建设推动体育消费.....	11
2.1.3.	足球产业链趋于成熟，大型赛事商业价值高.....	13
2.1.4.	海外收购+本土发展，资本助力足球腾飞.....	14
2.2.	电视剧：仍处于底部空间，静待行业复苏.....	16
2.2.1.	监管政策收紧带来精品化趋势，定增重启新一轮内容竞争.....	16
2.2.2.	商誉及存货风险基本消除，影视剧集加速出清.....	18
3.	核心业务：体育业务长短期逻辑兼具，影视坚守精品策略.....	19
3.1.	体育营销：多元化营销提升品牌效益，2021-2022 体育大年再加马力.....	19
3.2.	体育版权：版权先行者，To B 及 To C 分别对应短期及长期增长逻辑.....	21
3.3.	体育经纪及场馆运营：经纪业务受益于世界性赛事，体育场馆持续触达 C 端.....	25
3.4.	强视传媒：坚持精品剧路线，存货及应收账款不断确认.....	26
4.	盈利预测&估值.....	29
4.1.	盈利预测&核心假设.....	29
4.2.	估值.....	30
5.	风险提示.....	31

图表目录

图 1:	当代文体发展历程.....	5
图 2:	当代文体主营业务.....	6
图 3:	当代文体股权结构（截至 2020 年 11 月 9 日）.....	6
图 4:	当代文体 2015-2019 营业收入及增长率.....	7
图 5:	当代文体 2015-2019 归母净利润及增长率.....	7
图 6:	当代文体 2018Q1-2020Q3 营业收入及增长率.....	8
图 7:	当代文体 2018Q1-2020Q3 归母净利润及增长率.....	8
图 8:	当代文体 2015-2019 主营业务收入拆分（亿元）.....	8
图 9:	当代文体 2015-2019 毛利率及净利率.....	9
图 10:	当代文体 2015-2019 三费率.....	9
图 11:	当代文体 2015-2019 商誉及其占总资产比例.....	9
图 12:	当代文体“大体育”布局将受益于强体育周期到来.....	10

图 13: 中国体育产业规模及增速.....	11
图 14: 国际足球产业规模占体育产业的比重.....	11
图 15: 2016 年中国足球球迷规模.....	11
图 16: 2016-2020 年中国付费观赛球迷变化趋势.....	11
图 17: 中国足球产业发展状况.....	12
图 18: 中国足球产业结构图.....	13
图 19: 2019 年全球最具价值赛事品牌排名.....	14
图 20: 2008-2018 年国际足联营业收入 (亿美元).....	14
图 21: 足球重要体育赛事.....	14
图 22: 2013-2019 年中国电视剧发行数量.....	17
图 23: 2013-2019 年中国电视剧备案数量.....	17
图 24: 2016-2019 年 10 家主要电视剧上市公司商誉总值.....	18
图 25: 2016-2020H1 年 10 家主要电视剧上市公司存货总值.....	18
图 26: 2018Q1-2020Q2 部分电视剧上市公司存货状况.....	19
图 27: 2018Q1-2020Q2 年部分电视剧上市公司应收账款状况.....	19
图 28: 公司体育营销业务商业模式.....	20
图 29: 当代文体 2016-2019 体育营销项目运动类别分布.....	21
图 30: 当代文体 2016-2019 体育营销项目类型分布.....	21
图 31: 原新英体育商业模式.....	22
图 32: 当代文体 2020-2028 版权情况及重点赛事一览.....	22
图 33: 英超官方解约声明.....	24
图 34: 新爱体育股权结构图.....	25
图 35: 汉为 MALL 运动场馆.....	26
图 36: 汉为体育成功举办 2019 年武汉市青少年篮球比赛.....	26
表 1: 当代文体收购历程.....	5
表 2: 当代文体现任主要管理层.....	7
表 3: 足球产业发展相关政策.....	12
表 4: 中资收购海外俱乐部.....	15
表 5: 中资收购中超俱乐部.....	15
表 6: 中国电视剧行业政策.....	16
表 7: 中国电视剧行业上市公司近期定增情况一览.....	18
表 8: 2019 年度体育营销业务主要项目.....	20
表 9: 近十年国内外足球赛事版权购买情况统计.....	23
表 10: 2019/2020 赛季英超及西甲前十球队粉丝量统计 (截至赛季结束).....	24
表 11: 2015-2019 MBS 签约球员及教练数量.....	25
表 12: 强视传媒历年精品影视剧作品一览.....	27
表 13: 公司 2019 年暂缓拍摄剧集情况.....	27
表 14: 公司 2019 年存货前五名及关机满 6 个月的影视剧项目情况.....	28
表 15: 公司影视剧项目应收账款前五名情况.....	28
表 16: 公司 2020 年影视剧项目拍摄情况.....	29

1. 当代文体：“影视+体育”为双主业，“全体育”布局已具规模

1.1. 公司概况：成功转型进入文娱行业，持续并购发展双重主线

1992年公司前身——武汉道博股份有限公司通过定向募集方式成立，公司成立以来致力于房地产开发、机械材料制造等方面，1998年3月，公司成功在上交所上市。

2014年，公司正式开始向影视行业转型，2015年，2月，首先通过对强视传媒的收购成功进军影视行业，凭借强视传媒在影视制作、影视营销、艺人管理上的传统优势，推动公司产业转型。2015年5月，当代集团3亿增资新星汉宜，增资后当代集团持有新星汉宜51.28%股权，间接持有上市公司3514.61万股（占比为21.43%）。由此，当代集团控股股东艾路明取代陈小燕成为道博股份实际控制人。

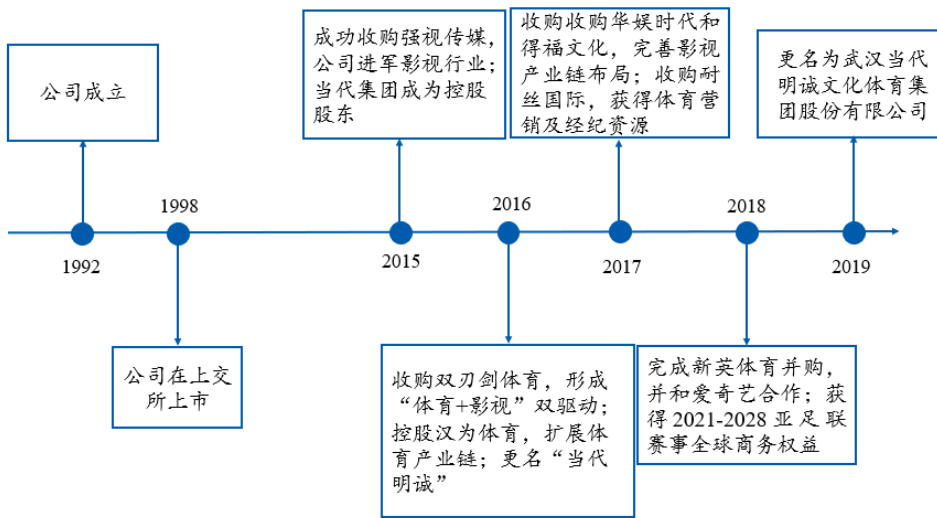
公司整体历经多次收购，子公司业务分别集中于影视及体育领域。2015年2月收购强视传媒后，又于2016年2月斥资8.2亿收购双刃剑体育，形成“影视+体育”的大文体产业初步布局。2016年5月，公司更名为武汉当代明诚文化股份有限公司，简称变更为“当代明诚”。同年6月，公司控股汉为体育，实现了体育设施的C端触达，补充了产业链的关键环节。2017年2月，公司收购华娱时代和得福文化完善了影视产业链的布局，并且于同月收购耐丝国际，获得大量体育经纪及体育营销的资源。

2018年9月公司以33.08亿元完成对Super Sports Media Inc.（新英开曼）的收购，而后新英体育与爱奇艺共同宣布，双方将成立北京新爱体育传媒科技有限公司，并获得来自一级市场的8.5亿融资。在新英体育与爱奇艺联手后，新英及爱奇艺体育终端名称合并且更名为爱奇艺体育。由新爱体育统一运营合并后的爱奇艺体育平台，其中包括新英体育公司旗下新英体育App、爱奇艺体育频道。从业务分工来看，爱奇艺主要负责提供流量和广告招商支持，提供品牌标识。而最重要的版权赛事运营则交给新英方面主控。

凭借新英体育在版权获取上与英超公司、欧足联、西甲联盟建立的合作关系，公司完成由初级的体育营销业务向包含体育版权业务在内的全体育行业布局的转变，未来将进一步完善和丰富产业生态链。2019年9月，公司改名为“武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司”。2020年5月，公司简称正式更改为“当代文体”，代表着公司基于“影视+体育”双主业发展的长期战略规划。当代文体将持续致力于影视、体育产业的融合，构筑大文体产业生态。而从未来的发展方向看，伴随中国国民的体育意识崛起及足球产业链的成熟，体育业务将为公司带来主要的业绩增量。

横向对标看，公司2019年体育部分营收为14.06亿元，高于A股同业体育公司莱茵体育（0.19亿）、金陵体育（5.00亿）、星辉娱乐（12.12亿），系综合型体育龙头。

图 1: 当代文体发展历程



数据来源: Wind, 东北证券

表 1: 当代文体收购历程

时间	被收购公司	主营业务	价格(亿元)	股权比例	目的	备注
2015.02	强视传媒	影视剧制作	6.50	100%	多元化战略	进军影视产业
2016.02	双刃剑体育	体育营销、球员经纪	8.20	100%	布局体育	“影视+体育”双轮驱动初步形成
2016.06	汉为体育	To C 体育设施	1.00	51%	横向整合	扩展体育产业链
2017.02	华娱时代	广告植入、影视传媒	0.18	51%	横向整合	完善影视产业布局
2017.02	得福文化	影视制作、衍生品开发	0.10	51%	横向整合	完善影视产业布局
2017.02	耐丝国际	球员经纪、赛事策划	2.90	100%	横向整合	完善体育产业布局
2018.09	Super Sports Media Inc.	版权分销、视频播放	33.08	100%	横向整合	完善体育产业布局

数据来源: Wind, 东北证券

当代文体主营业务分为**影视业务**和**体育业务**两大部分。影视业务方面包括影视制作、艺人经纪、影院管理、影视营销等多个方面，形成了较为完整的影视产业链。旗下全资子公司强视传媒曾获“最具实力民营电视剧制作机构”奖，在影视制作及营销上有丰富经验，得福德多在电视剧制作方面有较强实力，子公司商诚文化致力于打造影视行业内专业植入先行者，与湖北长江电影集团有限责任公司合资成立的银兴影业致力于优秀影视院线运营，促进影院业务发展，艺人经纪方面，当代星光传媒结合新媒体，凭借自身完整的艺人培养宣发体系、优越的影视制作资源，在艺人经纪方面崭露头角。

体育方面，子公司苏州双刃剑是国内顶尖的体育营销公司，涉及业务包括体育营销、球员经纪等多个方面，通过欧洲顶级体育经纪公司 Media Base Sports S.L & 2 Limited 及亚足联 2021-2028 独家商业合作伙伴 FMA，公司实现体育市场海外业务的战略布局，获得较多大型体育赛事的版权及球员经纪收入。旗下子公司新英体育主要业务为版权分销，并负责爱奇艺体育的运营，和爱奇艺合作并版权互通、会员

体系互通，共同推进 To C 端体育视频付费观看业务的升级，为用户带来更好的视频观看体验。场馆运营业务主要由旗下子公司汉为体育负责，作为武汉本土全民健身运营商，汉为体育以体育场馆为依托，开展赛事运营和体育培训业务，营收进行体育场馆维护和管理。

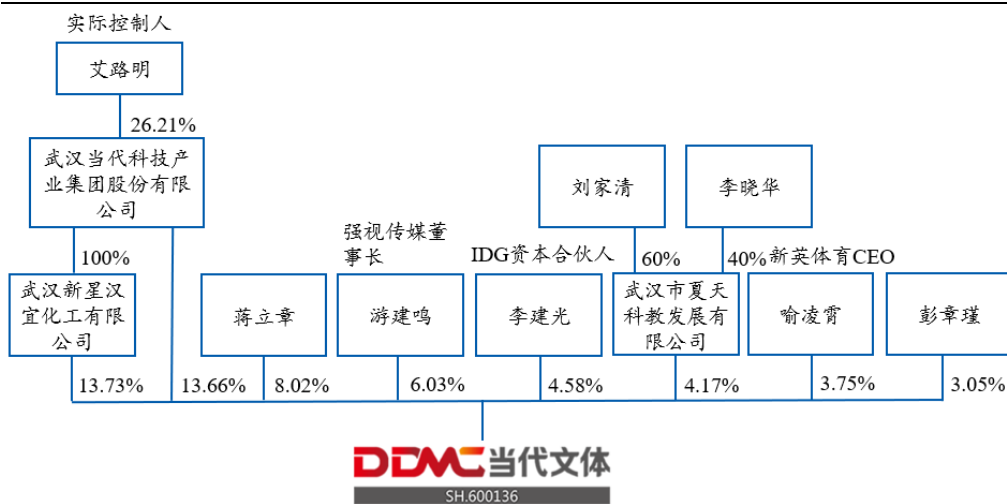
图 2: 当代文体主营业务



数据来源: Wind, 公司官网, 东北证券

当代文体股权结构较为分散，股东构成多元化。武汉当代科技产业集团股份有限公司通过直接控股(持股比例 13.66%)及全资子公司新星汉宜控股(持股比例 13.73%)成为当代文体第一大股东。武汉当代科技产业集团股份有限公司的创始人艾路明先生为当代文体的实际控制人。其他前十大股东有强视传媒董事长游建鸣先生、IDG 资本合伙人李建光先生、武汉市夏天科教发展有限公司、新英体育总裁喻凌霄先生、彭章瑾女士等。

图 3: 当代文体股权结构(截至 2020 年 11 月 9 日)



数据来源: Wind, 东北证券

当代文体现任核心管理层拥有多年体育、影视行业从业经验。董事长易仁涛先生拥有多年证券公司工作经验，对于资本市场有独到的眼光和见解。总经理闫爱华先生曾任山东广播电视台副台长，拥有多年影视行业经验，董事喻凌霄先生为新英体育现任 CEO，多年从事体育行业，副总裁周栋先生，副总裁兼董事会秘书高维女士加

入公司多年，对公司整体运营情况有充分了解，在文体投资方面有丰富经验，核心管理层在各自领域各司其职，共同推动公司持续发展。

表 2: 当代文体现任主要管理层

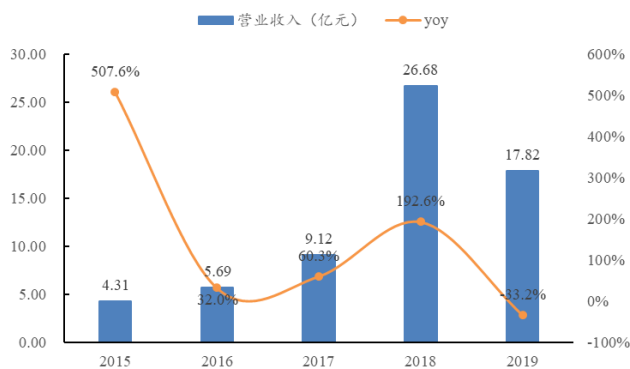
高管姓名	职务	备注
易仁涛	董事长, 董事	曾任职于天风证券有限公司, 历任天风证券股份有限公司副总裁, 董事会秘书及天风期货经纪有限责任公司董事长
闫爱华	总经理, 董事	国务院特殊津贴专家, 曾任山东广播电视台副台长兼山东卫视总监, 拥有多年影视运营经验
喻凌霄	董事	新英体育 CEO
周栋	副总裁	自 2007 年加入公司, 拥有多年文体项目投资运营经验
高维	副总裁, 董事会秘书	美国 Mount Ida College 管理学科学硕士, 拥有上海证券交易所董事秘书资格证书, 曾任武汉当代科技产业集团股份有限公司投资部项目经理, 行政部部长
李珍玉	副总裁, 财务总监	曾任职于大信会计师事务所、武汉当代明诚文化股份有限公司、天风证券股份有限公司。

数据来源: Wind, 东北证券

1.2. 财务分析: 处于周期性承压阶段, 未来存在较大改善空间

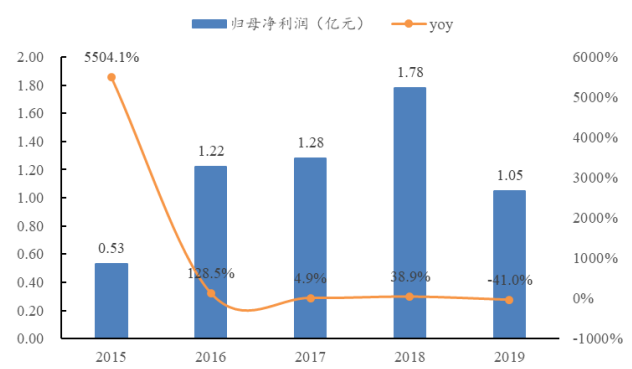
公司营收及净利表现受到行业大环境影响整体触底, 处于周期性低谷。2018 年, 公司营收因投资《猎毒人》, 叠加新英体育并表, 全年营收实现大幅增长。而 2019 年公司营收则受到行业环境影响, 影视剧集制作收入及体育营销咨询收入均大幅下滑, 导致公司全年营收受到影响, 同比下降 33.2%, 实现营收 17.82 亿元。公司 2019 年净利润为 1.05 亿元, 同比下降 41%。主要系受到行业环境影响, 叠加 0.85 亿信用减值损失所致。

图 4: 当代文体 2015-2019 营业收入及增长率



数据来源: Wind, 东北证券

图 5: 当代文体 2015-2019 归母净利润及增长率

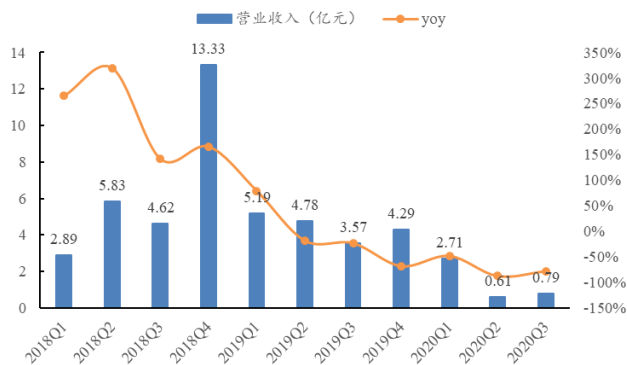


数据来源: Wind, 东北证券

2020Q1 公司营收为 2.71 亿元, 同比下降 47.7%, 净利润-0.80 亿元, 同比下降 241.9%; 2020Q2 公司营收为 0.61 亿元, 同比下降 87.25%, 净利润-4.59 亿元, 同比下降 180.36%。2020Q3 公司营收为 0.79 亿元, 同比下降 77.83%, 归母净利润-7.60 亿元, 同比下降 3122.88%, 归母净利润大幅下滑主要系公司 Q3 计提 3.05 亿资产减值及

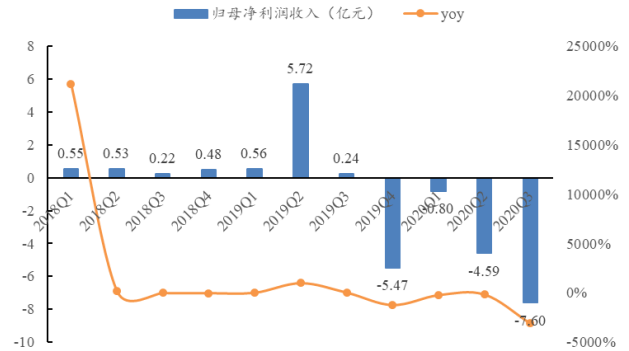
1.57 亿信用减值。整体看公司 2020Q1-Q3 主要系受到疫情影响，体育赛事暂停对公司传统业务造成显著冲击。预计伴随着复工复产及体育赛事重新开放，公司体育版权及体育营销业务将逐步恢复，影视剧业务也将逐步开机。

图 6: 当代文体 2018Q1-2020Q3 营业收入及增长率



数据来源: Wind, 东北证券

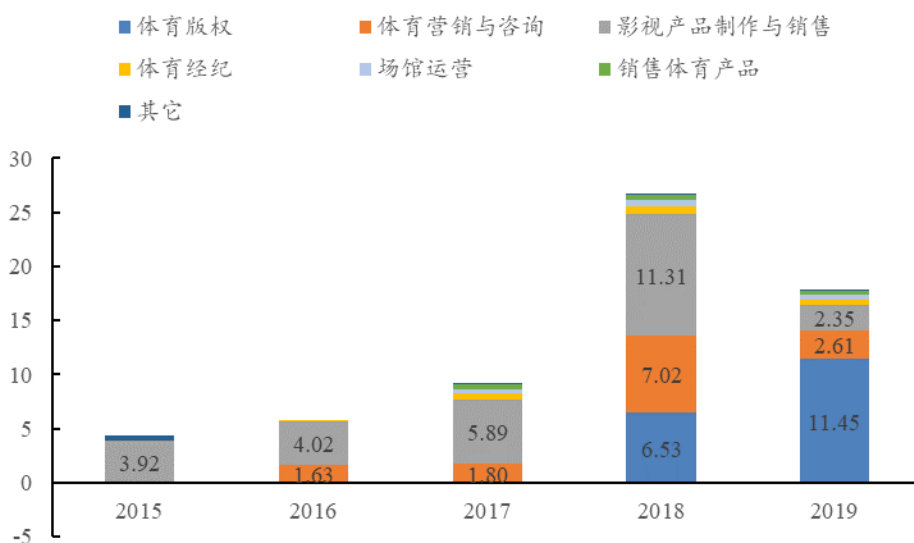
图 7: 当代文体 2018Q1-2020Q3 归母净利润及增长率



数据来源: Wind, 东北证券

分业务看，当代文体分部营收均受到行业的影响。其中影视业务 2019 年度受行业整体发展的影响，公司减少了相关业务的投入，导致影视剧业务收入同比减少 86.21%，至 2.35 亿元。从未来看，影视存货及应收账款将逐步确认，并坚持每年主投 2-3 部，参投 2-3 部电视剧的策略，影视部分收入将逐渐回归往年水平。体育营销及咨询业务受行业周期影响，以及 2018 年度公司已完成 2018 年俄罗斯世界杯亚洲区域赞助商及其相关的营销工作，该部分业务收入同比减少 67.27%，实现 2.61 亿收入。公司体育版权业务方面，由于 2018 年 8 月公司完成新英开曼收购的全部工作，至此新英开曼从 2018 年 9 月起纳入公司合并报表范围。因此导致该业务收入同比增加 75.41%至 11.45 亿元，未来将成为公司的收入主要贡献项之一。

图 8: 当代文体 2015-2019 主营业务收入拆分 (亿元)

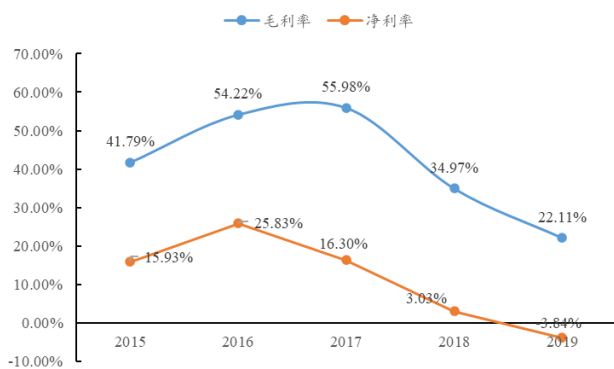


数据来源: Wind, 东北证券

公司 2019 年毛利率同比减少 12.86pct，主要系公司购买西甲版权成本较高，造成体育版权成本大幅增加。公司净利率自同比减少 6.87pct，主要系公司三费率均有不同程度地增加。从未来看，公司短期内没有版权购买的压力，影视剧目投入也相对稳定，毛利率及净利率均有改善空间。

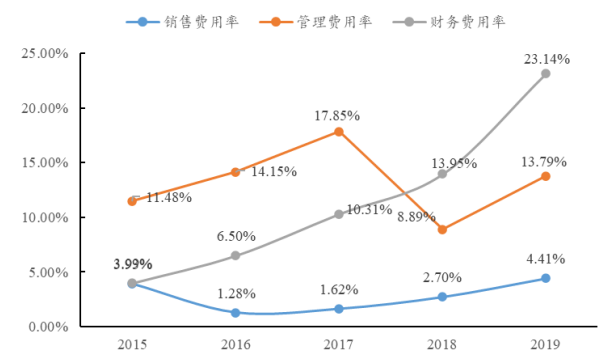
整体来看，公司三费率均有不同程度的提升。其中销售费用同比增长 9.06%，销售费用率同比提升 1.71pct。管理费用同比增长 3.64%，管理费用率同比提升 4.9pct。财务费用同比增长 10.77%，财务费用率同比提升 9.19pct，其中管理费用率及财务费用率提升较高主要系其原本基数较大，公司整体营收下降所致。整体来看，公司财务费用偏高，主要原因系公司 2018 年现金收购新英体育后存在大额利息支出。从未来看，公司将通过定增等方式缓解借款压力，财务费用有较大改善空间。

图 9: 当代文体 2015-2019 毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东北证券

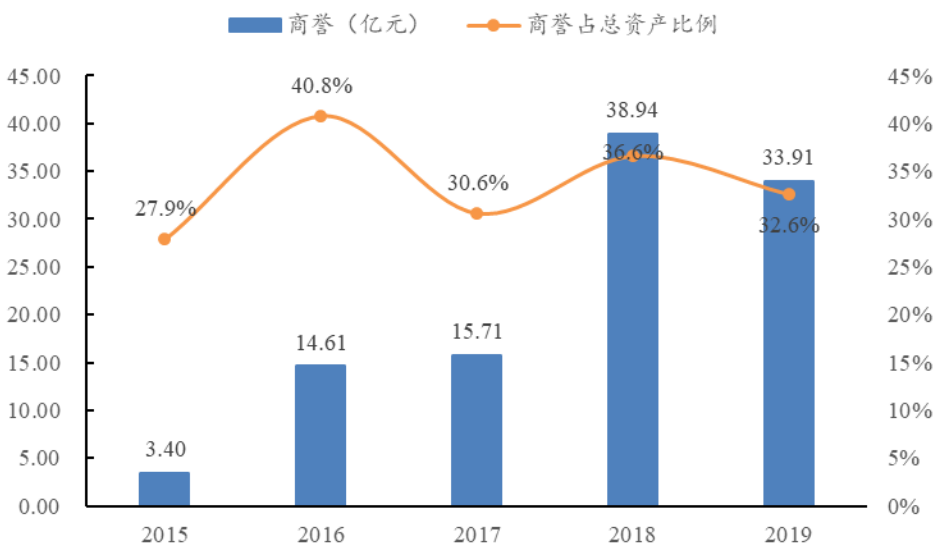
图 10: 当代文体 2015-2019 三费率



数据来源: Wind, 东北证券

公司 2018 年商誉大幅增加主要系收购新英开曼所致。2019 年公司受让新爱体育后结转 5.14 亿商誉，商誉总值减少为 33.91 亿元，目前商誉占总资产比例在 32.6%。预计新英未来均能正常完成对赌业绩，但仍需关注减值风险。

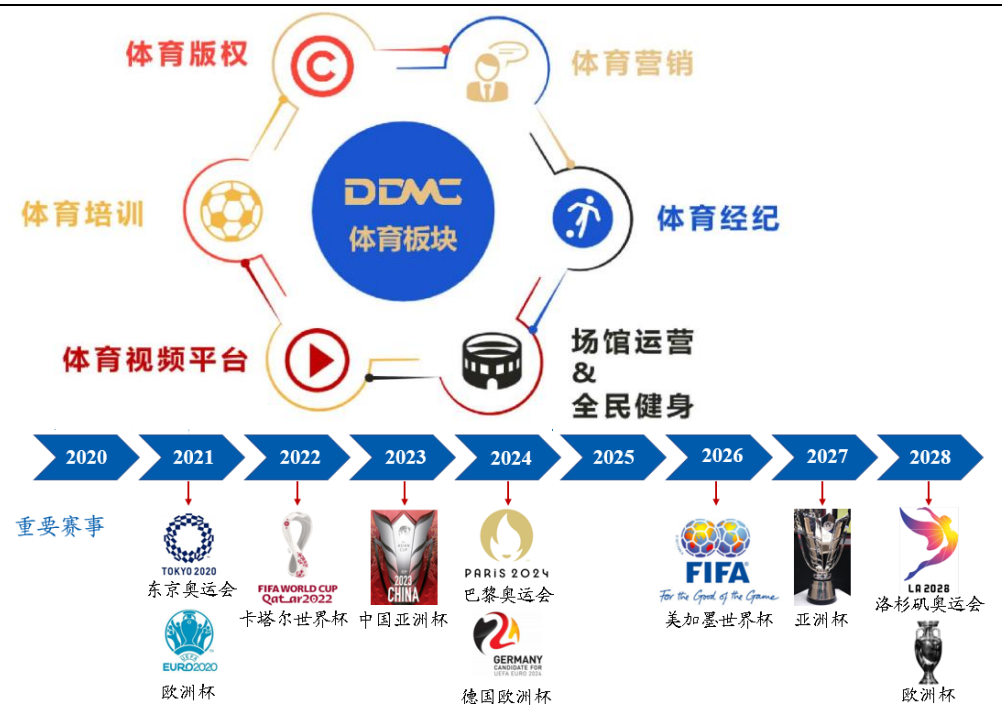
图 11: 当代文体 2015-2019 商誉及其占总资产比例



数据来源：Wind，东北证券

公司目前的“大体育”布局已经完善，无论是To B、To C还是线上及线下均有涉及，其中的重点业务为版权及营销，其余业务均处于培养期，未来将持续发力。从体育行业的周期性看，未来几年内分别有2021欧洲杯、2021东京奥运会、2022卡塔尔世界杯、2023中国亚洲杯、2024巴黎奥运会、2024德国欧洲杯，共计6项大型赛事的举办，进入强体育周期。在这些赛事的影响下，公司体育营销、体育版权、体育视频平台、体育经纪、体育场馆及体育产品销售业务将不同程度收益，营收及利润均存在较大提升空间。

图 12: 当代文体“大体育”布局将受益于强体育周期到来



数据来源：公司官网，东北证券

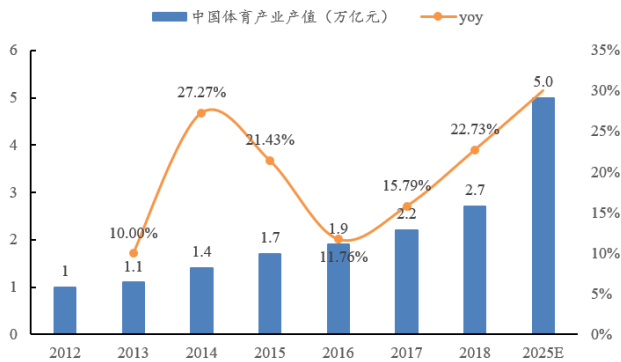
2. 行业：足球在政策+资本双重驱动高速发展，电视剧持续蛰伏

2.1. 足球：赛事体系及球迷群体逐渐成熟，大型赛事商业价值凸显

2.1.1. 产业规模不断扩大，球迷付费观赛意识不断提升

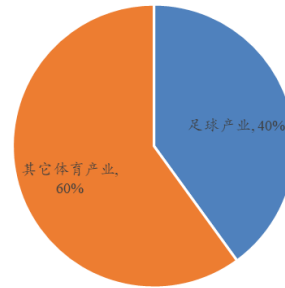
中国体育产业规模持续稳定增长，自2013年开始，增长速率稳定在10%以上。据国家体育总局估计，2025年，中国体育产业产值有望达到5.0万亿元。未来，足球产业在中国将持续发展并对标国际水平。根据艾媒咨询预计，未来国际足球产业规模将在2025年占国际体育产业总体规模40%。据此估计，我们认为2025年中国足球占中国体育产业规模将略低于国际足球规模占比，约为30-35%，那么届时中国足球产业产值将达到1.5-1.75万亿元。

图 13: 中国体育产业规模及增速



数据来源: 国家统计局, 国家体育总局, 东北证券

图 14: 国际足球产业规模占体育产业的比重



数据来源: 艾媒咨询, 东北证券

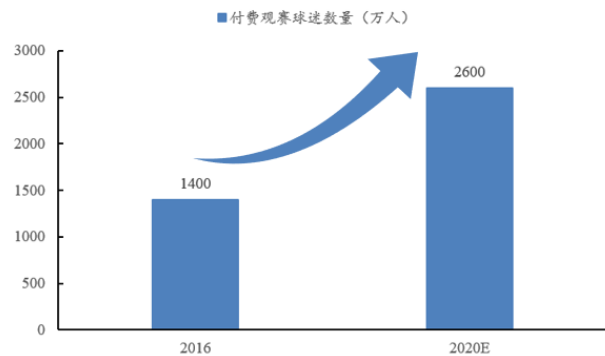
中国人口基数大, 球迷基础好, 截止 2016 年球迷整体规模已近 2 亿人, 其中付费观赛球迷约 1400 万人。随着足协改革逐渐完善、中超联赛运营逐渐加强、国内体育营销团队逐渐成熟, 中国球迷规模将进一步扩大。同时, 球迷的付费观赛意愿将随着足球影响力的增强而提高, 预计 2020 年付费观赛球迷数量将达 2600 万人, 较 2016 年增长 85.7%。

图 15: 2016 年中国足球球迷规模



数据来源: 《中国足球产业与文化发展报告》, 东北证券

图 16: 2016-2020 年中国付费观赛球迷变化趋势



数据来源: 《中国足球产业与文化发展报告》, 东北证券

2.1.2. 管办分离促进足协发展, 场地建设推动体育消费

为推动足球产业发展, 国家发改委、国务院、中国足球协会等发布多项相关政策。从职业球队建设、足球产业布局、民众参与等多个方面进行改革, 促进中国足球产业的发展。在职业球队建设方面, 2012 年开始实施管办分离政策, 调整足协并明确其定位和职能; 足球产业布局方面, 2015 年发布的《中国足球改革发展总体方案》中明确提出完善竞赛联赛体制的措施, 推动足球产业内容端改革, 2019 年发布的《进一步促进体育消费的行动计划 (2019-2020 年)》对足球消费观念、设施、政策等进行规定, 帮助产业中游企业提高媒介变现能力; 民众参与方面, 国家加强足球场地建设, 预计到 2020 年, 全国足球场地数量超过 7 万块, 同时, 增强青少年体育锻炼, 大力开展校园足球, 提高民众参与度。

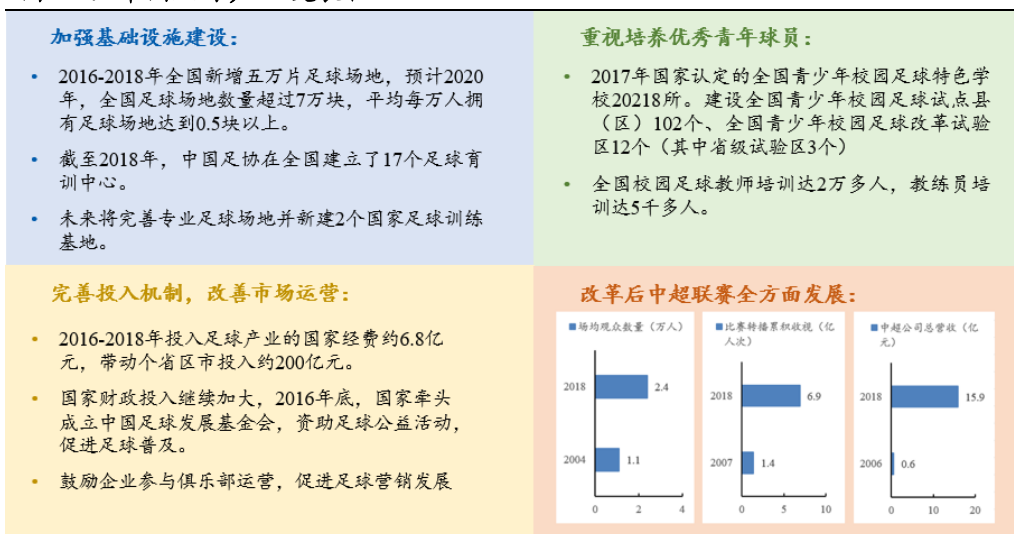
表 3: 足球产业发展相关政策

政策	时间	主要内容
《中国足球职业联赛管办分离改革方案》	2012年2月	设立“职业联赛理事会”；管办分离，提升联赛水平；增强中超公司实力，推动中超联赛品牌商业价值增值
《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》	2014年10月	以足球、篮球、排球三大球为切入点，推动体育产业纵向发展，完善体育产业链
《中国足球改革发展总体方案》	2015年3月	对足球协会、足球俱乐部、足球联赛进行改革；推进校园足球、社会足球，加强足球群众基础；加强场地管理，完善投入机制等
《中国足球中长期发展规划（2016-2050）》	2016年4月	近期目标：建设特色足球学校2万所，参与学生人数超3000万，社会人数超5000万；中期目标：跻身世界强队；远期目标：成为足球一流强国
《全国足球场地设施建设规划（2016-2020）》	2016年5月	计划到2020年，全国足球场地数量超过7万块，平均每万人拥有足球场地达到0.5块以上，有条件的地区达到0.7块以上
《关于加快发展体育竞赛表演产业的指导意见》	2018年12月	着力发展足球、篮球、排球、乒乓球等职业联赛，建立职业联赛理事会，引进国际重大体育赛事，促进体育竞赛与文化表演融合
《进一步促进体育消费的行动计划（2019-2020年）》	2019年1月	从观念、设施、政策等多方面促进体育消费，争取2020年实现全国体育消费总规模1.5万亿元
《关于深化教育教学改革全面提高义务教育质量的意见》	2019年6月	坚持“五育”并举，强化体育锻炼，开展学校特色体育项目，大力发展校园足球，为职业足球提供后备力量

数据来源：国务院，国家发改委，中国足球协会，东北证券

自国家出台一系列足球利好政策后，各部门、各省市全力推动足球产业发展。在基础设施建设、青年球员培养、投入机制与市场运营、中超联赛发展上取得显著成果。基础建设方面，新增足球场地5万片，足球育训中心17个。优秀青年球员的培养主要依靠校园足球的推动，目前已建成并认定校园足球特色学校超2万所，为专业足球队提供丰富后备资源。市场运营方面，国家通过财政部引导投资，投入足球产业超200亿元。带头建立中国足球发展基金会，为足球公益活动的开展提供支持。截至2018年，中超联赛场均观众数量2.4万人，较2004年增长118.2%；比赛转播累积收视6.9亿人次，约为2007年5倍；公司总营收为15.9亿元，较2006年增长近26倍。

图 17: 中国足球产业发展状况

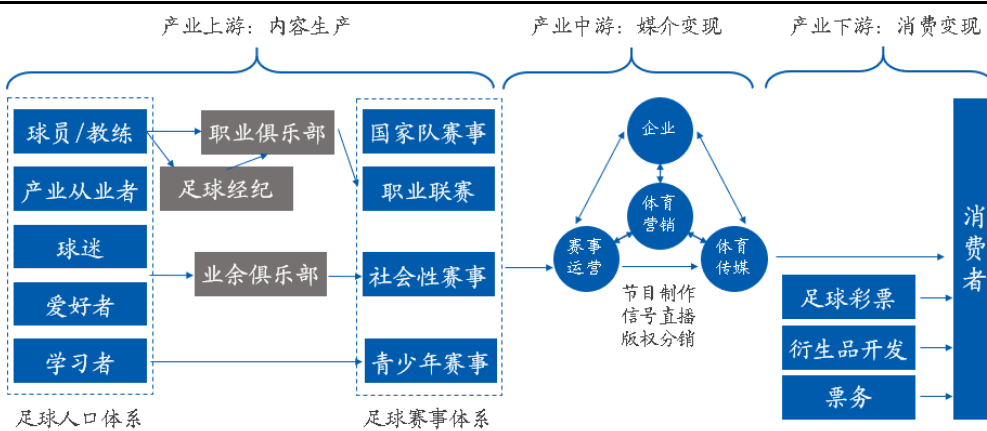


数据来源：国家统计局，国家体育总局，东北证券

2.1.3. 足球产业链趋于成熟，大型赛事商业价值高

足球产业具有庞大的体量和众多的经营主体，中国足球产业在发展过程中逐渐形成了一条有中国特色的产业结构链条。产业上游包括由球员、教练、球迷等组成的足球人口体系和由各级赛事组成的足球赛事体系，两个体系通过各级俱乐部、足球经纪等形式建立连接，为足球产业提供内容。产业中游为以体育营销为核心的媒介变现体系，企业通过赛事运营、体育传媒等实现体育营销，从而获得盈利。产业下游为直接接触消费者的消费变现环节，消费者通过体育传媒、票务等获取赛事资源，并通过足球彩票、衍生品等提高消费水平，获得更好的足球消费体验。

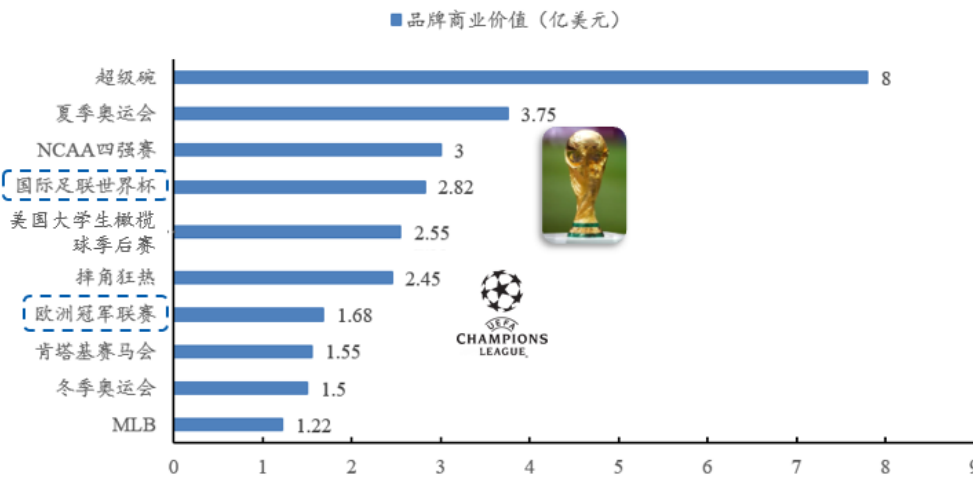
图 18: 中国足球产业结构图



数据来源：《中国足球产业与文化发展报告》，东北证券

近年来，各大体育赛事品牌商业价值逐年提升，作为“世界第一运动”的足球，世界知名度高的大型赛事更是具有极大的品牌商业价值。2019年发布的福布斯全球最具价值赛事品牌排行榜中，国际足联世界杯品牌商业价值达2.82亿美元，仅次于超级碗、夏季奥运会、NCAA四强赛位列榜单第四位。同为足球界重要赛事的欧洲冠军锦标赛以1.68亿美元的品牌商业价值位列榜单第七位，两大足球赛事品牌商业价值总和达4.5亿美元。

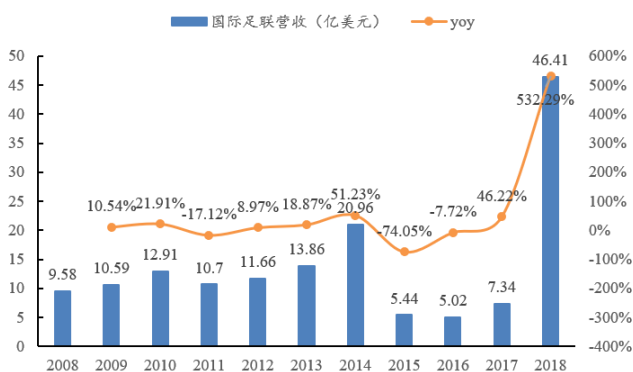
图 19: 2019 年全球最具价值赛事品牌排名



数据来源: 福布斯环球联盟, 东北证券

国际足联为足球界重要赛事世界杯的主办方, 近年国际足联营收状况以 4 年为一个周期, 在震荡中逐渐增长。2018 年国际足联营业收入达到 46.41 亿美元, 创下历史最高纪录。2010 年、2014 年、2018 年国际足联营收增长率分别为 21.91%、51.23%、532.29%, 属于四年周期内涨幅最大的年份, 主要原因为世界杯于当年举办。世界杯的举办为全球体育产业规模增长带来强有力的支持。同样作为足球界重要体育赛事的欧洲杯由欧洲足球协会联盟举办, 每四年一届, 为体育产业发展提供动力驱动。受疫情影响, 2020 年欧洲杯将推迟到 2021 年举办, 据此, 我们认为 2021 年世界体育产业规模将进一步扩大。并且伴随着疫情对于观赛需求的压抑, 2021 年欧洲杯的举办将带来较大的民众观赛情绪反弹, 并重新刺激体育营销活动的开展, 对于体育版权及营销行业的发展将带来新一波高峰。

图 20: 2008-2018 年国际足联营业收入 (亿美元)



数据来源: 国际足联财报, 东北证券

图 21: 足球重要体育赛事

世界杯: 国际足联世界杯 (FIFA World Cup) 简称“世界杯”, 是全世界国家级别球队参与, 象征足球界最高荣誉、并具有最大知名度和影响力的足球赛事。

年度	举办地
2006 年	德国
2010 年	南非
2014 年	巴西
2018 年	俄罗斯

欧洲杯: 欧洲足球锦标赛 (European Football Championship), 简称“欧洲杯”, 是一项由欧洲足球协会联盟举办, 欧洲足协成员国间参加的最高级别国家级足球赛事。

年度	举办地
2004 年	葡萄牙
2008 年	奥地利、瑞士
2012 年	波兰、乌克兰
2016 年	法国

数据来源: 公司官网, 东北证券

2.1.4. 海外收购+本土发展, 资本助力足球腾飞

伴随着全球足球产业蓬勃发展, 中资企业开始关注俱乐部带来的大量球迷及附加收益。自 2015 年开始, 中资企业纷纷出资收购海外足球俱乐部。如 IDG 资本、万达集团、华人文化、中信资本分别对里昂、马德里竞技、曼城等足球俱乐部进行参股,

同时，许多中资企业选择成为五大联赛俱乐部最大股东，对俱乐部的经营和管理进行控制，如复星集团、苏宁集团、夏建统先生（睿康集团）等，对俱乐部进行实控，可以打通足球体育产业链条，通过上游的俱乐部管理及赛事 IP 协同效应，对下游营销、周边产品贩卖等均有不同程度提升。

表 4: 中资收购海外俱乐部

俱乐部名称	收购方	时间	所属联赛	收购股份	收购金额	备注
尼斯	郑南雁(铂涛集团)	2016	法甲	80%	2000 万欧元	
里昂	李建光(IDG 资本)	2016	法甲	20%	1 亿欧元	
马德里竞技	万达集团	2015	西甲	20%	4500 万欧元	其他股东加入后万达持股比例降为 17%
西班牙人	陈雁生(星辉娱乐)	2016	西甲	49.25%	4000 万欧元	收购完成后持股比例为 99.35%
格拉纳达	蒋立章(个人)	2016	西甲	98.13%	3700 万欧元	17-18 赛季降级，19-20 赛季重返西甲
国际米兰	苏宁集团	2016	意甲	70%	2.7 亿欧元	
AC 米兰	中欧资本	2016	意甲	99.93%	7.4 亿欧元	
帕尔马	蒋立章(个人)	2017	意甲	60%		15 年破产降级意丁，18-19 赛季重返意甲；18 年持股比例降至 30%，20 年退出俱乐部
曼城	华人文化、中信资本	2015	英超	13%	4 亿美元	
狼队	复星集团	2016	英超	100%	4500 万英镑	收购时处于英冠联赛，18-19 赛季重返英超
阿斯顿维拉	夏建统(睿康集团)	2016	英超	100%	6000 万英镑	19-20 赛季重返英超，19 年完全撤资
南安普顿	高继胜(莱茵达控股)	2017	英超	80%	2.1 亿英镑	

数据来源：国际足联，东北证券

在政策影响下，2017 年后国内资本出海购买俱乐部行为大大减少。而近年来伴随着国内足球体制改革及中超联赛的发展，多家大型企业响应国家政策，也积极投资并参与国内足球俱乐部的运营。华夏幸福、阿里巴巴、中赫置地等多家大型集团陆续收购并控制俱乐部。而武汉当代集团也作价 5.4 亿收购重庆当代力帆俱乐部 90% 股份，成为俱乐部最大股东，将集团的影响力扩展至川渝地区，对公司的品牌及产业链协同均有提升。大量资本的注入不仅提升了俱乐部整体运营水平，也通过引入大量国际知名球星，同时增强了中超联赛影响力和整体观赏水平。

表 5: 中资收购中超俱乐部

俱乐部名称	收购方	时间	持股比例	收购金额	备注
河北华夏幸福	华夏幸福基业股份有限公司	2015	100%	0.3 亿	
广州恒大淘宝	阿里巴巴集团	2016	50%	12 亿	
北京中赫国安	中赫置地	2016	64%	35.56 亿	
石家庄永昌	河北红松新能源投资有限公司	2016	50%	0.15 亿	2019 年红松新能源撤资，永昌集团 100% 控股俱乐部
重庆当代力帆	武汉当代集团	2017	90%	5.4 亿	
青岛黄海青港	深圳市衡业投资集团有限公司	2019	63.63%	0.64 亿	为黄海健康上市进行股权调整，

2020 年升入中超

武汉卓尔 卓尔文旅有限公司 2020 100%

母公司将足球业务放在子公司进行经营

数据来源：中国足球协会，东北证券

2.2. 电视剧：仍处于底部空间，静待行业复苏

2.2.1. 监管政策收紧带来精品化趋势，定增重启新一轮内容竞争

近年来，电视剧行业监管政策不断收严。从 2017 年开始，中国电视剧行业不断出台“限薪令”、内容审查要求、质量要求、“限古令”、严查偷税漏税等相关政策。加大对于影视行业天价片酬、内容注水、虚无历史、偷税漏税等问题的打击力度。总体来说，这些政策短期内影响了行业的发展节奏，但中长期来看，利好电视剧行业整体的长远发展，利于健康、稳定的发展电视剧行业。从重点政策看，广电总局对于片酬的管理相对严格、2017 年 9 月、2019 年 4 月、2020 年 2 月的政策都分别发布并强调了对于演员片酬的限制，极大程度地规范了行业片酬乱象。

表 6: 中国电视剧行业政策

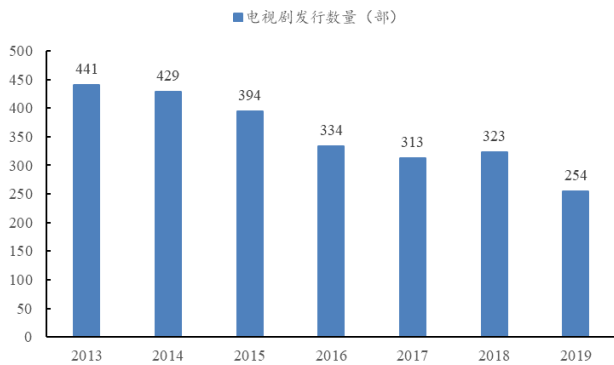
政策	时间	主要内容
《关于电视剧网络剧制作成本配制比例的意见》	2017 年 9 月	《意见》明确各会员单位及影视制作机构要把演员片酬比例限定在合理制作成本范围内，全部演员的总片酬不超过制作总成本的 40%，其中，主要演员不超过总片酬的 70%，其他演员不低于总片酬的 30%。
《新闻出版广电影视“十三五”发展规划》	2017 年 9 月	明确了到 2020 年争取实现的目标、主要任务及保障措施。
《关于加强广播电视节目网络传播管理的通知》	2017 年 10 月	全面清查在网络上播出的节目，只要导向、内容价值观不符合要求的需要立即整改、下架。规范各平台对网络节目的管理，确立严格、统一的审核标准。
《国家新闻出版总局办公厅关于进一步规范网络视听节目传播秩序的通知》	2018 年 3 月	坚决禁止非法抓取、剪辑改变视听节目的行为；加强网上片花、预告片等视听节目的管理；加强对各类节目接受冠名、赞助的管理。
广电总局召开电视剧创作规范协议	2018 年 4 月	研究加快新时代电视剧高质量发展，对创作提出了坚决反对结构历史革命、虚无英雄先烈等要求
中央宣传部、文化和旅游部、国家税务总局、国家广播电视总局、国家电影局等联合印发的《通知》	2018 年 6 月	强调要制定出台影视节目片酬执行标准，明确演员和节目嘉宾最高片酬限额，加大对偷逃税行为的惩戒力度
《关于进一步规范影视行业税收秩序有关工作的通知》	2018 年 10 月	提出 2018 年 12 月前主动补缴税款、2019 年 3-6 月开展重点检查，2019 年 7 月底前建立健全影视行业税收管理的长效机制的“时间表”
《关于进一步加强广播电视和网络视听文艺节目管理的通知》	2018 年 11 月	重申限娱、限薪，强化内容监管
《关于进一步加强网络视听节目信息备案系统升级的通知》	2019 年 1 月	重点网络影视剧需备案公示才能播出
广电总局“限古令”	2019 年 3-6 月	从即日起至 6 月，包括武侠、玄幻、历史、神话、穿越、传记、宫斗在内的古装题材网剧、电视剧、网大不允许播出，已播出的撤掉版面，未播出的择日再排。

发布《关于严格执行电视剧网络剧制作成本配置比例规定的通知》	2019年4月	再次强调从业人员严格执行限薪政策，全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，其中主要演员不得超过总片酬的70%。若片酬情况不符合规定且无正当理由或隐瞒不报的，所属协会需上报国家广播电视总局，视情况依法采取暂停直至永久取消剧目播出、制作资质等处罚措施。
《关于做好庆祝新中国成立70周年电视剧展播工作的通知》	2019年8月	展播活动期间内，电视台不得播出娱乐性比较强的古装剧、偶像剧；列出86部推荐片单供各级电视台选购播出，推荐片单外的剧目如果契合主题，也可以申报列入播出计划。
《关于进一步加强电视剧网络剧创作生产管理有关工作的通知》	2020年2月	反对内容“注水”，规范集数长度，提倡集数不超过40集；再次强调限薪政策，全部演员的总片酬不超过制作总成本的40%，主要演员不超过总片酬的70%。

数据来源：广电总局，相关政府网站，东北证券

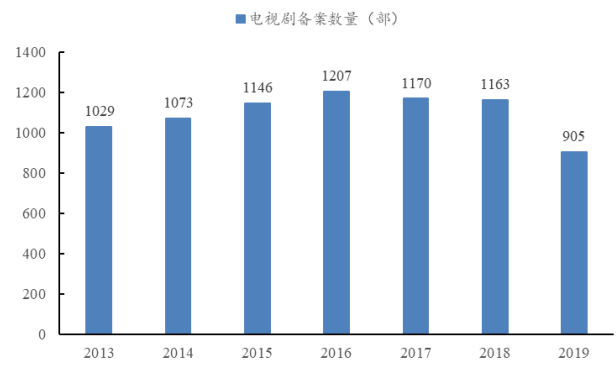
从电视剧发行数量看，2013-2019年不断下滑，仅有2018年电视剧发行总量呈增长状态，2019年仅发行254部。我们预计，2019年将成为中国电视剧发行数量的低谷，未来将持续回升。从备案数量来看，2019年整体相对2018年备案数量有较大的下滑，说明备案数受到政策的影响呈现滞后效应，未来也将伴随着电视剧行业整改的结束而回升。整体看，中国电视剧发行数量及备案数量均受到电视剧行业政策收紧的影响均有所减少。但是未来精品化趋势将提高，大量“注水剧”、“套路剧”将不复存在，电视剧行业将重新回归内容。

图 22: 2013-2019 年中国电视剧发行数量



数据来源：广电总局，东北证券

图 23: 2013-2019 年中国电视剧备案数量



数据来源：广电总局，东北证券

近几个月来，由于受到疫情冲击，电视剧行业中大量上市公司接连出台定增预案。其中各公司主要计划使用定增款项补充公司流动资金、偿还借款、制作新剧目等，不仅可以缓解因疫情造成的公司现金流紧张，也可以同样在行业整体受到冲击时，利用资金流入逆势扩张，巩固自身地位，为未来的发展打下更好的基础。

表 7: 中国电视剧行业上市公司近期定增情况一览

时间	公司	定增事件及内容
2020年4月	华策影视	发布《创业板非公开发行 A 股股票预案》，拟定增募资不超过 22 亿元，非公开发行股票数量为募集资金总额除以本次非公开发行股票的发行价格，且不超过本次发行前上市公司总股本的 30%，即不超过 52,670.21 万股(含 52,670.21 万股)，扣除发行费用后的募集资金净额将用于影视剧制作项目(17.34 亿元)、超高清制作及媒资管理平台建设项目(0.97 亿元)及补充流动资金(3.69 亿元)。
2020年5月	华录百纳	发布《创业板非公开发行 A 股股票预案》，拟以 3.94 元/股的价格向公司控股股东盈峰控股发行股票不超过 1.27 亿股，募集资金总额不超过 5 亿元，扣除发行费用后将全部用于“电视剧及网络剧制作项目”(4 亿元)和“户外媒介资源采购项目”(1 亿元)。
2020年6月	唐德影视	发布《非公开发行 A 股股票预案》，拟以 3.94 元/股非公开发行合计不超过 125,675,700 股，募集资金总额不超过 4.95 亿元，扣除发行费用后将全部用于补充流动资金及偿还借款。发行对象为易通公司(10473 万股)、东阳聚文(2095 万股)。

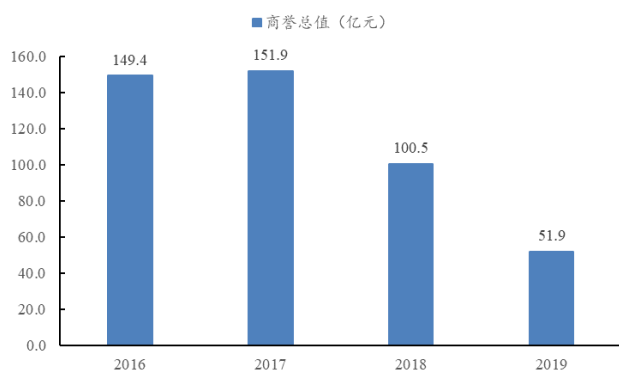
数据来源: Wind, 东北证券

2.2.2. 商誉及存货风险基本消除，影视剧集加速出清

我们选取了 10 家电视剧相关的影视行业上市公司(完美世界、鹿港文化、唐德影视、光线传媒、捷成股份、华策影视、慈文传媒、北京文化、新文化、华录百纳)作为主要电视剧上市公司板块，观察其商誉总值及存货总值变化。可以发现从 2017 年开始，10 家公司商誉总值之和不断走低，整体减值原因主要围绕行业竞争加剧，盈利不达预期等原因。目前来看，可参考的电视剧上市公司商誉总值已经连续两年大幅降低，于 2020Q1 处于 2017 年以来的低点，并于 2020H1 企稳回升，其减值风险降至最低，基本消除。

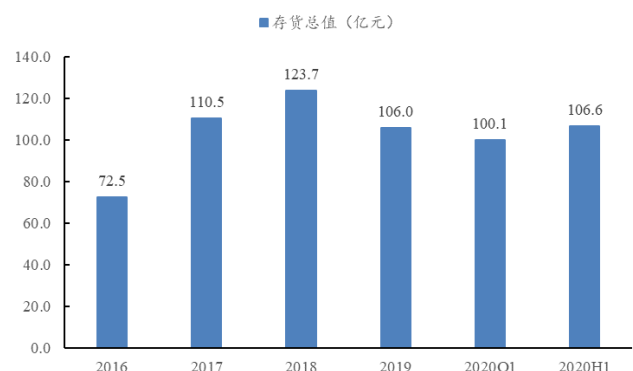
从存货情况来看，2018 年由于“限薪令”的实行导致大量剧目实际成本与售出价格出现错配，导致部分电视剧公司出现存货减值。此外，审查制度从 2018 年的相对严格到 2019 年的相对宽松。因此电视剧公司的存货压力逐渐释放，已经拍好的影视剧集不断上线。

图 24: 2016-2019 年 10 家主要电视剧上市公司商誉总值



数据来源: Wind, 东北证券

图 25: 2016-2020H1 年 10 家主要电视剧上市公司存货总值

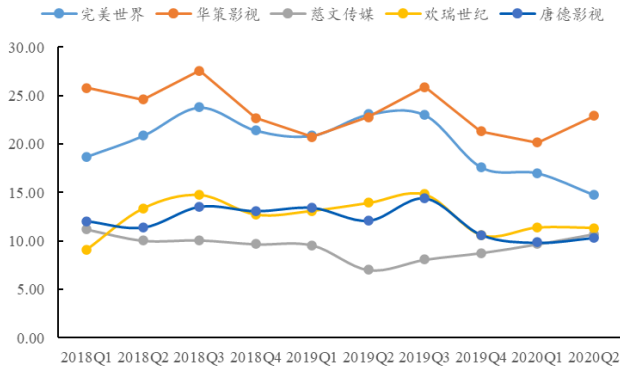


数据来源: Wind, 东北证券

从不同电视剧公司的具体存货来看，2020Q1 受到疫情停机影响影视公司大量新戏停拍，且进入季度性去库存周期，整体存货均同比下降，2020Q2 部分公司如华策

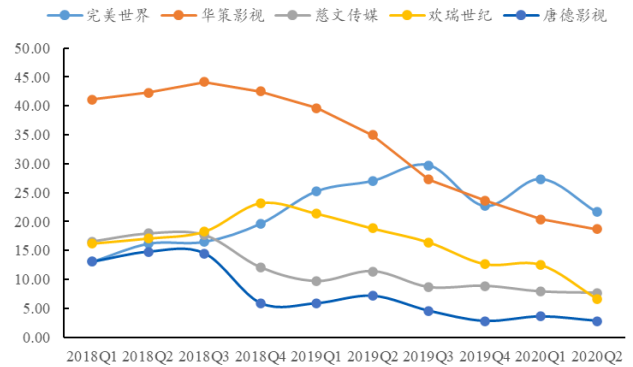
影视有所回升。从应收账款看，电视剧上市公司应收账款的持续结转，各大公司的应收账款整体呈现下降趋势（完美世界的游戏业务存在新上线的游戏带来应收账款增加），整体应收账款回到较健康的状态。

图 26: 2018Q1-2020Q2 部分电视剧上市公司存货状况



数据来源: Wind, 东北证券

图 27: 2018Q1-2020Q2 年部分电视剧上市公司应收账款状况



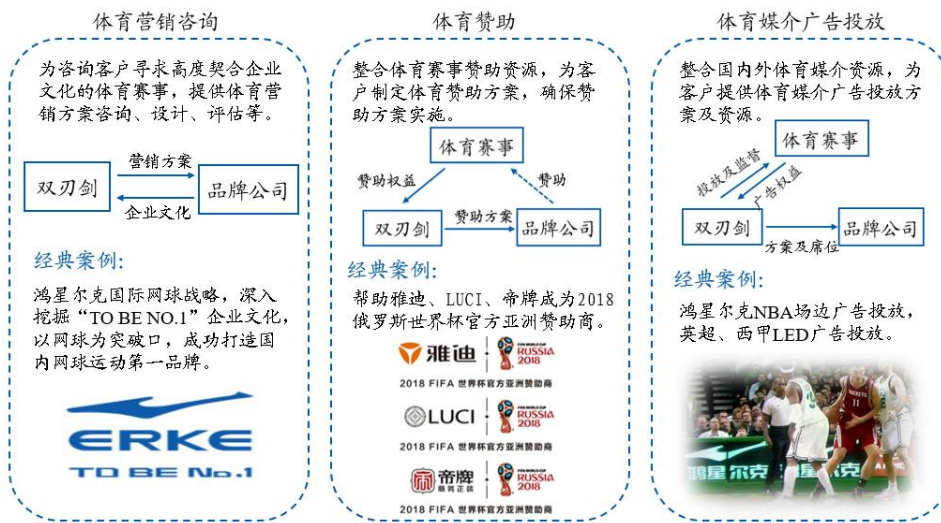
数据来源: Wind, 东北证券

3. 核心业务: 体育业务长短期逻辑兼具, 影视坚守精品策略

3.1. 体育营销: 多元化营销提升品牌效益, 2021-2022 体育大年再加马力

公司的体育营销业务主要涵盖三大方面: 体育营销咨询、体育赞助、体育媒介广告投放, 多元化的营销方式为品牌主提供优质服务, 该业务运营主体主要为双刃剑体育。其中体育营销咨询主要为品牌公司选择合适的体育赛事, 提供其营销方案咨询、设计及评估服务, 该业务经典案例是公司为鸿星尔克在网球方面进行营销, 打造国内网球运动的第一品牌。体育赞助则是帮助品牌公司直接对接体育赛事并收获赞助权益, 公司曾帮助雅迪、LUCI、帝牌成为 2018 俄罗斯世界杯官方亚洲赞助商。体育媒介广告投放则是通过整合国内外体育媒介资源, 为客户提供体育媒介广告投放服务, 确保品牌公司广告投放效果的实现。其中比较经典的案例有西甲、英超的 LED 广告投放。

图 28: 公司体育营销业务商业模式



数据来源: 公司关联交易报告书, 东北证券

双刃剑体育 2017 年与 FIFA (国际足联) 正式签署了《2018 年俄罗斯世界杯亚洲区独家市场销售代理合同》。获得 2018 俄罗斯世界杯在亚洲地区的独家市场销售权利, 并主要着手洽谈亚洲区域赞助商的 4 个席位。这不仅是 FIFA 历史上首次与一家营销类公司签订独家代理合同, 也将进一步提升当代明诚在国内外体育行业中的市场影响力与竞争力。

公司 2019 年体育营销业务项目基本均已完成, 但仍有部分处于进行中。从具体项目内容看, 以足球营销及赞助为主, 包括部分综合营销活动及篮球、乒乓球项目。整体来看, 公司在足球营销方面具有绝对优势, 近年来也在逐渐扩展足球外的营销项目。在足球项目中, 公司为华帝、斯威、TCL、盼盼等公司牵线, 促成公司与队伍大型赛事的赞助及内马尔、罗斯等知名球星的代言。

表 8: 2019 年度体育营销业务主要项目

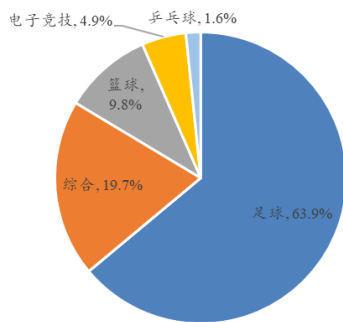
序号	项目名称	主要内容	完成进度	运动内容
1	华帝中国国家队	促成华帝赞助中国国家队	进行	足球
2	斯威汽车力帆赞助	促成斯威汽车赞助力帆足球队	完成	足球
3	TCL-美洲杯	促成 TCL 赞助美洲杯	完成	足球
4	顺利体育咨询	为顺利集团提供体育咨询服务	完成	综合
5	恒大足球学校青训服务	为恒大学校提供青训服务	完成	足球
6	腾讯 Fifa online	促成球星代言腾讯游戏	进行	足球
7	力帆体育数据咨询	为重庆力帆提供比赛数据分析	完成	足球
8	TCL-内马尔	促成内马尔代言 TCL	完成	足球
9	Purchord 葡萄牙支付宝活动	提供海外地区支付宝活动落地	完成	其它
10	Wellbet 国际乒联澳大利亚赞	促成 Wellbet 赞助国际乒	完成	乒乓

	助	联		
11	盼盼罗斯赞助	促成罗斯代言盼盼食品	进行	篮球
12	Iconiq 北京活动	提供 Iconiq 体育线下活动服务	完成	综合

数据来源：公司公告，东北证券

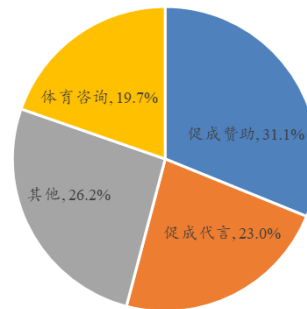
从公司 2016-2019 年体育营销项目类型及其分布看，其中以足球项目为主，占据总项目量超过 60%，同时公司也承接体育类综合营销、篮球类、电子竞技类，以及乒乓球类项目。近年来，公司的体育营销业务所覆盖运动类别得到扩展，篮球、乒乓球、电子竞技类营销项目均为公司带来优秀的口碑与声誉。此外，从体育营销的项目类型上看，公司覆盖的类型也十分广泛，以促成代言及赞助为主的桥梁类业务占比加在一起超过了 50%，体育咨询类项目占比为 19.7%，其它则包括体育旅游、拍摄体育视频、版权咨询等多种类服务。

图 29: 当代文体 2016-2019 体育营销项目运动类别分布



数据来源：公司公告，东北证券

图 30: 当代文体 2016-2019 体育营销项目类型分布

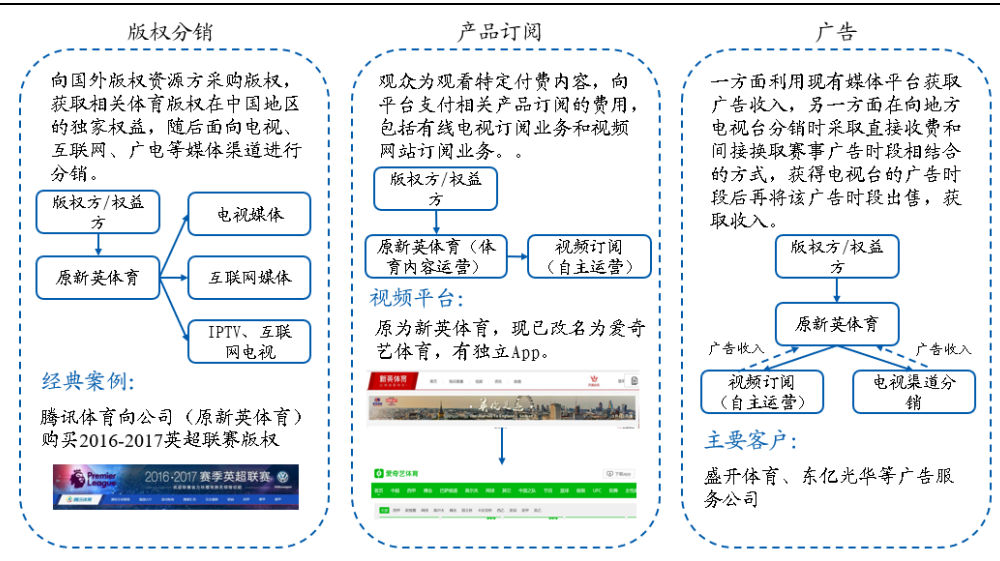


数据来源：公司公告，东北证券

3.2. 体育版权：版权先行者，To B 及 To C 分别对应短期及长期增长逻辑

公司体育版权业务原主体为新英体育，其主要商业模式分为版权分销、产品订阅（体育视频平台）及广告。从具体业务看，体育版权目前的核心业务是版权分销，渠道全面覆盖电视媒体、互联网媒体、互联网电视、IPTV、移动终端等全媒体终端，系 To B 业务。在此基础上，公司还通过订阅服务获取一定收入，作为版权的先行者，新英体育多年来一直推行“免费+收费”的运营策略，获取了一定量的稳定用户群体。2018 年，新英体育和爱奇艺共同成立新爱体育，视频平台更名为“爱奇艺体育”，由双方共同运营。此外，原新英体育还利用现有的视频平台及电视渠道积极开展广告营销业务，该部分目前已经并入体育营销业务中。

图 31: 原新英体育商业模式



数据来源：公司关联交易报告书，东北证券

从国内外足球赛事版权的购买情况看，公司目前主要拥有 2021-2028 年亚足联（AFC）所有相关赛事的全球独家商业权益（包含赞助权和版权），其中包含的重大赛事有：2023 年和 2027 年两届亚洲杯，2022 年和 2026 年两届世界杯亚洲区资格赛及期间的全部 8 届亚冠联赛等；以及 2020-2022 年欧足联（UEFA）国家队系列赛事的新媒体独家版权以及赛事的全球赞助商权益（包含赞助权和版权），其中包括 2020 年欧洲杯正赛及预选赛、2022 年世界杯欧洲区预选赛等；同时，公司还拥有 2020/2021 至 2024/2025 共 5 个赛季西班牙足球甲级联赛（LaLiga）全媒体独家版权（目前已续约至 2028/2029 赛季，深度绑定西甲）。

图 32: 当代文体 2020-2028 版权情况及重点赛事一览



数据来源：公司关联交易报告书，东北证券

从整体赛事版权购买情况看，当代文体旗下的新英体育和苏宁体育占据了绝大部分的版权市场。通过抢占优质的赛事资源，对公司 To B 及 To C 业务均有帮助，叠加公司多年的版权运营经验，未来 B 端收入将因版权影响力扩大而持续增加。而 C 端

用户（其中以亚冠及西甲为主）目前仍处于培育期，静待 2-3 年后开始释放利润。伴随公司对于版权运营的能力带来的版权价值最大化，未来也更容易获取其它赛事甚至其它体育领域的赛事版权。

体育版权业务中，To C 的体育视频业务仍处于持续培育期，尽管短期内营收情况较差，但长期来看体育视频订阅服务的营收天花板较高，仍需经历长时间的用户获取及用户观赛习惯培育。而 To B 的版权分销业务收入，是目前核心营收来源，公司本身具有较强的上下游资源优势及多年的行业内运营经验，并且与腾讯、苏宁等大型公司进行差异化竞争，拥有一定谈判优势。公司亚足联系列赛事、欧足联国家赛事、西甲等三项重要赛事版权的营收发力期将至，未来版权分销收入将持续走高。

表 9: 近十年国内外足球赛事版权购买情况统计

版权赛事名称	购买方	版权内容	期限	地域范围	价格
亚足联系列赛事	新英体育	全球独家商业权益	2021-2028 年	全球	
欧足联国家赛事	新英体育	数字媒体独家版权	2018-2022 年	中国大陆地区	超 4 亿美元
欧冠	腾讯	互联网直播权+集锦播放权	2012/13-2014/15 赛季	中国	
	苏宁体育	非独家直播权	2017/18 赛季	中国大陆地区	
	乐视体育	非独家直播权	2017/18 赛季	中国大陆地区	
	新浪	非独家直播权	2017/18 赛季	中国大陆地区	
	腾讯	非独家直播权	2017/18 赛季	中国大陆地区	
	苏宁体育	全媒体版权	2018/19-2020/21 赛季	中国大陆地区	1.5 亿美元
英超	新英体育	独家转播权	2013-2019 赛季	中国大陆及澳门地区	10 亿人民币
	苏宁体育	独家全媒体版权	2019-2022 赛季	中国大陆及澳门地区	7.21 亿美元
西甲	苏宁体育	独家全媒体版权	2015/16-2019/20 赛季	中国	2.5 亿欧元
	新英体育	全媒体独家版权	2019/20-2024/25 赛季	中国	
德甲	苏宁体育	全媒体独家版权	2018/19-2022/23 赛季	中国大陆地区	2.5 亿欧元
法甲	苏宁体育	全媒体独家版权	2018/19-2020/21 赛季	中国大陆地区	
中超	乐视体育	新媒体版权	2016-2017 赛季	中国	27 亿人民币
	体奥动力	全媒体版权	2016-2025 赛季	中国	110 亿人民币

数据来源：公司公告，腾讯体育，懂球帝，东北证券

英超已经与苏宁解约，腾讯拿下 2020/2021 赛季英超版权，公司将努力争取后续与英超版权合作的机会。2020 年 9 月 3 日晚，英超联赛官方宣布，和中国电视转播商终止合作，随后 PP 体育也在北京时间 20 时发布公告，宣布与英超联盟解约。而后在 9 月 17 日，腾讯官宣拿下 2020/2021 赛季的英超版权归属，但是后续版权仍有争取空间。我们认为，此次解约事件或将倒逼赛事版权价格重回合理区间。公司作为国内最大的版权分销商之一，拥有强大的上下游资源，也有过于英超合作的经验。目前正在努力争取英超 2021/2022 赛季及其后的版权。若能成功争取到英超未来的版权合作，公司版权分销收入将进一步提升。

图 33: 英超官方解约声明



数据来源: 澎湃新闻, Twitter, 东北证券

对比西甲及英超两项赛事,可以发现目前英超整体粉丝数量高于西甲,并且粉丝集中在利物浦、曼城、曼联、切尔西、阿森纳五只球队上。而西甲仅有皇家马德里及巴塞罗那这两支享誉世界的球队有大量粉丝,尽管近年来马德里竞技、塞维利亚等球队也表现十分优秀,但粉丝的积累仍需时间。从场数上来看,英超及西甲均为 20 支球队,依据主客场制踢比赛,因此每年总场数为 380 场。而会被球迷重点关注的比赛我们一般计算粉丝数多球队的所有比赛(包括强强对抗),在英超主要有 5 支重点球队,因此共计 170 ($38*5 - (4+3+2+1)*2=170$) 场比赛会受到球迷重点关注,其重点比赛占比为 44.7%。在西甲,即使算上马德里竞技也只有 3 只重点球队,共计有 108 ($38*3-3*2=108$) 场比赛会受到球迷重点关注,其占比为 28.4%。因此,可以看出西甲的球迷仍需要时间培育,大量中上游强队的比赛关注度亟待提升。

表 10: 2019/2020 赛季英超及西甲前十球队粉丝量统计(截至赛季结束)

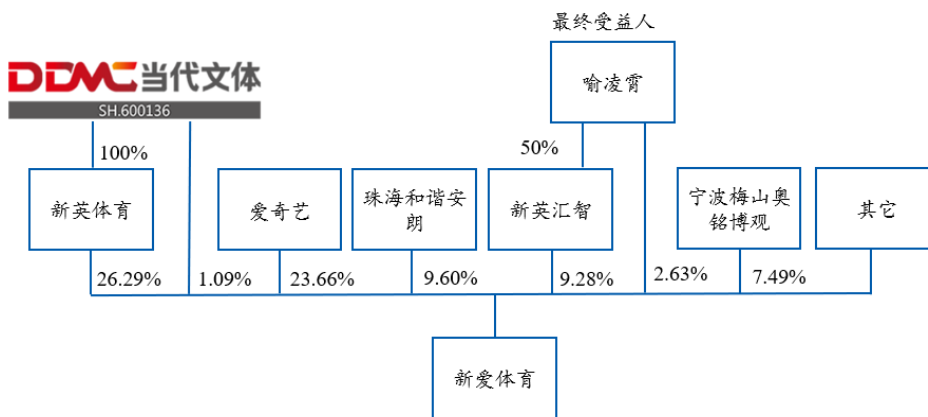
名次	所属联赛	队名	贴吧关注数(万人)	所属联赛	队名	贴吧关注数(万人)
1	英超	利物浦	245.9	西甲	皇家马德里	406.5
2	英超	曼彻斯特城	146.3	西甲	巴塞罗那	365.0
3	英超	曼彻斯特联	459.8	西甲	马德里竞技	47.7
4	英超	切尔西	316.1	西甲	塞维利亚	8.4
5	英超	莱斯特城	9.6	西甲	比利亚雷亚尔	3.6
6	英超	托特纳姆热刺	3.5	西甲	皇家社会	5.9
7	英超	狼队	1.4	西甲	格拉纳达	1.7
8	英超	阿森纳	199.2	西甲	赫塔菲	2.4
9	英超	谢菲尔德联队	0.1	西甲	瓦伦西亚	4.9

10	英超	伯恩利	1.8	西甲	奥萨苏纳	0.7
		总计	1383.7		总计	846.8

数据来源：百度贴吧，懂球帝，东北证券

公司的视频平台运营主体为新爱体育，系公司与爱奇艺共同成立。2019年3月，公司受让原控股子公司新爱体育 0.15%的股权，同时向新爱体育增资 5,000 万元认购新爱体育 1.04%新增股权，完成增资后，公司失去其控制权，并解除合并报表，新爱体育转为联营企业，其利润或亏损计入投资收益。从股权结构看，目前当代文体对新爱体育共计持股 27.38%，仍为第一大股东，爱奇艺持股 23.66%，为第二大股东。从运营方式看，新爱体育成员由原新英体育 APP 职员及原爱奇艺体育内容职员组成，爱奇艺主要负责提供流量和广告招商支持，提供品牌标识。而最重要的版权赛事运营则由新英方面主控。

图 34: 新爱体育股权结构图



数据来源：企查查，东北证券

3.3. 体育经纪及场馆运营：经纪业务受益于世界性赛事，体育场馆持续触达 C 端

公司的体育经纪业务主要依赖旗下 MBS 来运营，2019 年签约球员及教练数量共计 115 名。MBS 具有完善的球探系统及精准的评估系统，善于在欧洲范围内挖掘各类优秀的球员。并且 MBS 具有丰富的谈判及转会运营经验，可以为协助球员完成转会运作并获取最大利益。在 2021 年欧洲杯及 2022 年世界杯的影响下，欧洲范围内势必会有大量新球员被挖掘，届时公司经纪业务也将充分受益。

表 11: 2015-2019 MBS 签约球员及教练数量

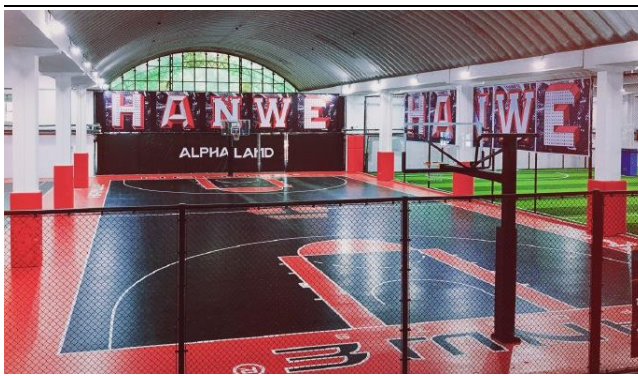
项目	2015	2016	2017	2018	2019
职业球员	6	15	19	31	26(包含女性职业球员 1 人)
半职业球员	13	17	24	25	39
青年球员	30	42	62	55	48
教练	1	5	5	8	2

合计	50	79	110	119	115
----	----	----	-----	-----	-----

数据来源：公司公告，东北证券

公司的体育场馆运营业务目前的执行主体为汉为体育，其旗下汉为 MALL 是武汉最大体育综合体。汉为 MALL 场馆内拥有室内 5 人制足球场、室外 10 人制足球场室，NBA 级别篮球馆、羽毛球场、恒温游泳池、儿童乐园等。同时还提供篮球、足球、羽毛球、马术、击剑、高尔夫、围棋、国际象棋等各类培训。还配套了咖啡简餐酒吧、KTV、超市、运动装备商店。近年来，汉为体育通过举办武汉青少年篮球比赛、武汉篮球城市超级联赛等大型业余赛事，不断扩大公司影响力，持续触达 C 端用户群体。未来公司将稳定发展相对重资产的场馆运营业务，持续推进各类运动赛事 IP 及场馆的影响力，与公司的体育营销业务产生协同效应。

图 35: 汉为 MALL 运动场馆



数据来源：汉为体育官方微博，东北证券

图 36: 汉为体育成功举办 2019 年武汉市青少年篮球比赛



数据来源：汉为体育官方微博，东北证券

3.4. 强视传媒：坚持精品剧路线，存货及应收账款不断确认

强视传媒前身系东阳九天影视传播有限公司，成立于 1993 年，后由中山市经纬影视传播有限公司投资设立强视传媒。公司已向全国各级电视台及海外提供了 1000 集以上的电视节目，并以独资、合资的形式摄制发行了《小李飞刀》、《金粉世家》、《龙票》、《大旗英雄传》、《楚留香传奇》、《敌营十八年》等民众耳熟能详的精品电视剧。特别是公司的经典电视剧《金粉世家》，于 2003 年在中国中央电视台第八频道、第一频道及全国省级电视台热播，创下收视率的新高。从历年精品影视剧作品来看，公司基本保持着平均 2 年一部爆款电视剧的制作或参投能力（其中《庆余年》为参投）。

表 12: 强视传媒历年精品影视剧作品一览

剧名	年份	主演	收视率	获奖情况
《小李飞刀》	1998	焦恩俊、贾静雯、萧蔷、吴京	14.90%	
《金粉世家》	2003	陈坤、董洁、刘亦菲	7.68%	男女主角获第三届中国电视艺术“十佳演员”奖，导演刘国权/李大位获“十佳导演”奖
《龙票》	2004	黄晓明、秦岚、蒋欣	1.40%	
《楚留香传奇》	2006	朱孝天、胡静、秋瓷炫	央视内地电视剧收视第三	
《大旗英雄传》	2007	杜淳、秋瓷炫、李彩桦	3.00%	新浪电视剧排行榜“最佳古装剧奖”
《敌营十八年》	2008	杜淳、王鹏凯、戴娇倩	央视电视剧收视年度前三	
《白狼》	2010	宋佳、邵兵	6.5% (武汉地区)	
《红花火》	2014	张嘉译、刘涛、聂远		上海电视剧制播年会最受欢迎电视剧奖，男女主演分别获最受市场欢迎、最有观众缘演员奖
《爱人同志》	2017	王雷、李小萌、何明翰	2.29%	2017年广东省广播影视电视文艺一等奖
《猎毒人》	2018	于和伟、张丹峰、侯梦莎	上海:1.13%，江苏:1.06%	中国十大青年电视剧导演、AAA最佳男演员
《庆余年》	2019	张若昀、李沁、陈道明	48.8亿	最佳十强网络剧、白玉兰五项提名
《如果岁月可回头》	2020	靳东、蒋欣	上海:2.22%，北京:2.17%	

数据来源：公司官网，东北证券

公司 2019 年影视剧计划中，仅完成《庆余年》、《如果岁月可回头》、《枫叶红了》的拍摄及发行工作。其余剧集《金粉世家之梦》、《金粉世家之飘》、《大清相国》、《人生》、《墨者御》、《幸福到万家》、《忠犬小八的故事》、《王牌》均推迟了拍摄工作，其原因大部分系疫情及核心演职人员档期导致。

表 13: 公司 2019 年暂缓拍摄剧集情况

电视剧名称	类型	制作进度	备注
《金粉世家之梦》	民国爱情	前期筹备，已签约男主演、导演等主创人员	因女主演档期及剧本调暂缓开机
《金粉世家之飘》	民国爱情	前期筹备，已签约男主演、导演等主创人员	因女主演档期及剧本调暂缓开机
《大清相国》	古装历史	已签约编剧、导演，多次进行选景、采风	因主要角色演员洽谈未完成暂缓开机
《人生》	改革开放	已与导演拟定档期	剧本多次修改，演员挑选未完成，计划推迟到 2020 年下半年开机
《墨者御》	古装奇幻	已签约导演、编剧等主创人员	古装题材集数多，剧本调整时间较长，公司调整投资预算，降低投资风险，受新管疫情影响，暂停筹备
《幸福到万家》	农村题材	前期筹备基本完成	核心演职人员档期协调，预计 2020 年下半年开机

《忠犬小八的故事》	温情治愈		剧本修订中
《王牌》	军旅题材	剧本已完成	预计 2020 年下半年开机

数据来源：公司公告，东北证券

从存货及关机满 6 个月的影视剧项目看，其存货金额在 0.49-1 亿元之间。其中《新龙门客栈》、《小重逢》均已处于洽谈阶段，《女儿之国士无双》、《玄武》均在后期制作中，其中《玄武》正在发行。而《新金粉世家》、《大清相国》仍处于前期筹备制作的阶段。根据表中情况可以看出，公司存货进入出清周期，未来公司影视剧集业务仍以清存货为主。

表 14: 公司 2019 年存货前五名及关机满 6 个月的影视剧项目情况

项目名称	开机时间	关机时间	项目状态	存货金额(万元)	未实现销售原因
电视剧《新龙门客栈》	2017 年 1 月	2017 年 6 月	发行中	10,093.48	正在与发行方洽谈
电视剧《新金粉世家》	预计 2020 年	预计 2021 年	前期筹备中	7,693.46	未完成制作
电视剧《女儿之国士无双》	2017 年 6 月	2017 年 9 月	后期制作中	6,557.80	后期特效多，尚在制作中
电视剧《玄武》	2016 年 12 月	2017 年 3 月	后期制作、发行中	5,269.53	后期剪辑中
电视剧《大清相国》	预计 2020 年	预计 2021 年	前期筹备中	5,044.15	未完成制作
电视剧《小重逢》	2017 年 4 月	2017 年 7 月	发行中	4,941.34	正在与发行方洽谈

数据来源：公司公告，东北证券

从应收账款情况看，公司应收账款前五名共计超 6 亿元。其中重点投资影视剧《如果岁月可回头》已完成首轮播放，参投影视剧《庆余年》已播放完毕，两者表现均优秀，应收账款进入确认周期。其余三部《失忆之城》、《爱情也包邮》、《新龙门客栈》均处于发行中，未来将持续确认为收入。

表 15: 公司影视剧项目应收账款前五名情况

项目名称	应收账款金额(万元)	目前进展情况
电视剧《如果岁月可回头》		首轮播放完成
电视剧《失忆之城》		发行中
电视剧《庆余年》	60,988.94	播放完毕
电视剧《爱情也包邮》		发行中
电视剧《新龙门客栈》		发行中

数据来源：公司公告，东北证券

公司目前坚持每年 2-3 部主投精品剧及 2-3 部参投精品剧策略，该策略对风险的管控及把握能力相对更强。以公司 2020 年影视剧拍摄情况看，主投为 3 部，参投为 2 部，进展明确。整体来看，伴随着拍摄的恢复，公司影视业务未来的确定性会更强，成为利润的稳定贡献点。

表 16: 公司 2020 年影视剧项目拍摄情况

项目名称	集数	预计开机时间	预计完成时间	合作方式	目前进展
《乌云破》	40	2020 年底	2021 年下半年	主投	剧本修改中, 导演、演员洽谈中
《大清相国》	45	2020 年下半年	2021 年上半年	主投	剧本修改中, 已签约导演
《人生》	50	2020 年下半年	2021 年上半年	主投	剧本修改中
《幸福到万家》	50	2020 年下半年	2021 年下半年	参投	已签订联合摄制协议, 前期筹备中
《王牌》	50	2021 年下半年	2021 年上半年	参投	剧本已完成

数据来源: 公司公告, 东北证券

4. 盈利预测&估值

4.1. 盈利预测&核心假设

1) **体育版权业务:** 预计公司在 2020 年体育版权业务受疫情影响有所减少, 整体收入下滑 70%。预计 2021-2022 年亚足联系列赛事及欧足联国家赛事会持续恢复, 该部分版权正常盈利, 特别是 2021 年欧洲杯版权带来较高收入, 业务增长率分别为 480%、5%。

体育版权业务毛利率方面, 预计 2020 版权部分无法盈利, 2021-2022 年公司体育版权业务毛利率伴随当年是否购买新版权发生变化, 分别预计为 -40%、42%、42%。

2) **体育营销与咨询业务:** 预计公司体育营销与咨询业务 2020 年也受到疫情影响, 但由于存在部分 2019 年的订单, 仍有部分营收。假设 2020 年下滑 70%, 而该部分业务在 2021-2022 年体育大年会恢复接近 2018 年同期水平, 增长率分别为 500%、5%。

体育营销与咨询业务毛利率方面, 预计公司 2020 年体育营销与咨询业务无法盈利, 预计为 -30%。2021-2022 年体育营销与咨询业务毛利率恢复往年水平, 分别预计为 26%、26%。

3) **影视业务:** 预计公司 2020 年影视业务逐步恢复, 2021 年《秋菊》贡献主要收入, 2022-2022 年增长率分别为 0%、500%、5%

影视毛利率方面, 预计公司 2020-2022 年影视业务的新开机剧集伴随完全适应“限薪令”等政策, 成本有所下滑, 因此毛利率将逐渐回升至正常水平, 分别预计为 -10%、22%、22%。

4) **体育经纪业务:** 预计公司 2020 受到疫情影响, 2021-2022 年体育经纪业务因 2021 年欧洲杯及 2022 年世界杯有较大增长, 收入分别增长 -40%、160%、20%。

体育经纪业务毛利率方面, 预计公司 2021 年因疫情转会减少, 2021-2022 年体育经纪业务毛利率恢复同期水平, 分别预计为 20%、72%、72%。

5) **场馆运营业务:** 预计公司 2020 年场馆运营业务受到疫情影响, 收入下滑 60%, 2021-2022 年该业务逐步恢复, 收入分别增长 160%、20%。

场馆运营业务毛利率方面, 预计公司 2020-2022 年场馆运营业务毛利率逐渐从亏损逐渐提升至盈利, 分别预计为-150%、5%、10%。

6) **体育产品业务:** 预计公司 2020 年体育产品业务受到疫情影响, 收入下滑 50%, 2021-2022 年该业务逐步恢复, 收入分别增长 120%、20%。

体育产品毛利率方面, 预计公司体育产品业务 2020 年毛利率仍处于较低周期, 2021-2022 年该业务毛利率从恢复 2018 年同期水平, 分别预计为-20%、22%、22%。

6) 期间费用率

销售费用率: 预计销售费用投入较低且控制良好, 整体销售费用增长, 但销售费用率有所下降, 假设 2020-2022 年销售费用率为 7.0%、3.0%、3.0%。

管理费用率: 预计公司管理效率持续改善, 管理费用上升, 2021 年管理费用率将下降, 2022 年略微上升, 假设 2020-2022 年管理费用率为 20.0%、8.6%、9.2%。

研发费用率: 公司没有研发费用, 假设 2020-2022 年研发费用率为 0%、0%、0%。

根据上述假设, 我们得到公司 2020-2022 年营业收入分别为 7.32/40.50/42.78 亿元, 同比增长率为-58.95%/453.45%/5.65%。净利润为-16.16/2.82/3.64 亿, 同比增速-1638.19%/117.46%/28.86%, EPS 为-2.76/0.48/0.62 元。

4.2. 估值

由于公司 2020 年受到疫情影响, 体育业务表现预计较差, 大部分业务于下半年才开始恢复, 且 2020 年大型体育赛事均推迟至 2021 年。因此我们将公司 2021 年的收入及净利润作为主要估值指标。

当代文体的业务可以主要分拆为两部分, 我们对其进行分部估值。

1) 新爱体育 A+轮投后估值 48.1 亿, 当代文体目前持有新爱体育 27.38% 股权, 该部分股权估值为 13.17 亿元。

2) 不考虑新爱体育亏损(计入资产减值)等非经常因素, 计算利息成本后, 公司体育版权及营销及影视业务合计 2021 年净利润预计为 3.5+亿元, 给予 25 倍 PE, 该部分估值为 87.5 亿元。

因此, 公司估值合计为 100.67 亿元, 对应目标价 17.21 元。

5. 风险提示

疫情反复风险、重要赛事延期风险、影视政策风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	159	0	0	0	净利润	-68	-1,701	259	337
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	153	650	0	0
应收款项	1,215	603	1,010	1,067	折旧及摊销	906	0	0	0
存货	1,209	1,030	1,187	1,252	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	1,026	605	1,111	1,311	财务费用	413	323	342	348
流动资产合计	3,608	2,238	3,307	3,629	投资损失	-443	146	101	47
可供出售金融资产					运营资本变动	-583	496	-77	-549
长期投资净额	1,235	1,235	1,235	1,235	其他	-20	-5	-8	-6
固定资产	21	21	21	21	经营活动净现金流量	357	-92	618	176
无形资产	504	504	504	504	投资活动净现金流量	-1,692	-286	-88	-41
商誉	3,391	3,241	3,241	3,241	融资活动净现金流量	940	219	-529	-135
非流动资产合计	6,794	6,789	6,784	6,784	企业自由现金流	-1,382	-1,402	842	1,337
资产总计	10,402	9,027	10,091	10,413					
短期借款	1,468	1,797	2,010	2,222	财务与估值指标				
应付款项	383	190	356	415	每股指标				
预收款项	299	146	304	342	每股收益 (元)	0.18	-2.76	0.48	0.62
一年内到期的非流动负债	232	232	232	232	每股净资产 (元)	7.36	4.59	5.08	5.70
流动负债合计	3,470	3,583	4,788	4,773	每股经营性现金流量 (元)	0.61	-0.16	1.06	0.30
长期借款	1,287	1,100	1,100	1,100	成长性指标				
其他长期负债	1,058	1,458	1,058	1,058	营业收入增长率	-33.2%	-58.9%	453.4%	5.6%
长期负债合计	2,344	2,558	2,158	2,158	净利润增长率	-41.0%	-1638.2%	117.5%	28.9%
负债合计	5,814	6,141	6,946	6,931	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	4,302	2,686	2,968	3,332	毛利率	22.1%	-28.4%	33.1%	33.3%
少数股东权益	285	200	177	150	净利率	5.9%	-220.9%	7.0%	8.5%
负债和股东权益总计	10,402	9,027	10,091	10,413	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	244.40	300.00	90.00	90.00
					存货周转率 (次)	317.83	400.00	160.00	160.00
					偿债能力指标				
					资产负债率	55.9%	68.0%	68.8%	66.6%
					流动比率	1.04	0.62	0.69	0.76
					速动比率	0.49	0.22	0.29	0.32
					费用率指标				
					销售费用率	4.4%	7.0%	3.0%	3.0%
					管理费用率	13.8%	20.0%	8.6%	9.2%
					财务费用率	23.1%	69.4%	12.3%	11.5%
					分红指标				
					分红比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					估值指标				
					P/E (倍)	68.43	—	13.82	10.72
					P/B (倍)	1.67	1.45	1.31	1.17
					P/S (倍)	2.36	5.74	1.04	0.98
					净资产收益率	2.4%	-60.2%	9.5%	10.9%

资料来源：东北证券

分析师简介:

宋雨翔: 上海财经大学金融硕士, 哈尔滨工业大学通信本科, 现任东北证券传媒行业首席分析师。曾任东吴证券研究所分析师, 天风证券研究所分析师, 新财富团队核心成员。2016年以来具有4年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-20361229	19512216027	wangtg@nesc.cn